

澳门博彩行业+公司首次覆盖

澳门博彩客流量质齐升助推短期复苏，非博彩元素日益丰富奠定长期发展 增持（首次）

2023 年 04 月 24 日

证券分析师
欧阳诗睿

(852) 3892 3120

ouyangshirui@dwzq.com.hk

投资要点

- 作为中国唯一博彩合法地区，澳门博彩业收入 2006 年超越拉斯维加斯，并于 2013 年达到历史巅峰 3619 亿澳门元。在三年疫情重创下，2022 年澳门博彩业收入下滑至 428 亿澳门元，仅为 2019 年水平的 15%。随着中国内地及澳门出入境政策的全面放开，积压的出行及消费需求释放，澳门博彩业将迎来强劲修复。
- **压抑的旅行需求复苏，客流结构优化，中场占比提升：**1) 需求回升：旅行限制解除+出国旅行需求分流港澳+澳门政府优惠补贴助推赌场客流回升：澳门超九成旅客来自大中华区，1-3 月澳门日均旅客量为 4.5/5.7/6.5 万人次，分别恢复至 2019 年同期的 41%/45%/60%，预计 2023 全年旅客量回升到 2019 年全年的 75%左右。2) 博彩客流结构优化：中介贵宾客流持续下降，高端中场引领复苏：澳门博彩中介人数量已从 235 家大幅缩减至 36 家，中介贵宾客流持续下滑；一季度澳门博彩总收入达 346.42 亿澳门元，其中中场博收为 261 亿澳门元，已恢复至疫情前（2019Q1：389 亿澳门元）的 67%，2023Q1 中场博收恢复程度显著好于旅客量恢复程度（约 50%），高端中场客流率先恢复引领复苏，普通中场仍有广泛空间。
- **客流接待能力年内快速上升，目前全澳门共 38,839 间酒店房间，仍未全面开放运营：**1) 劳动力短缺问题逐步改善：截至 2022Q4，澳门的酒店餐饮及博彩业就业人口为 4.3/6.8 万人，仅为 2019 年同期的 77%和 79%，劳动力短缺问题预计于 Q2 得到改善；2) 新物业陆续开放：2023 年银河三期、新濠影汇二期及上葡京范思哲酒店等新物业密集投放，预计带来 2300+新酒店房间，新物业入市将提升澳门作为旅游目的地的吸引力，并提供更高的旅客承载力。
- **全年中场平均客流下注金额有望轻微上升，但整体平均下注额受中介贵宾流失拖累下降：**澳门入境旅客数与赴澳旅客人均消费呈现负相关性（相关性系数达-0.73），旅客量减少时人均消费金额反而呈上升态势。我们预测今年客流量较 2019 年少 25%，全年中场人均消费金额（即投注金额）将高于 2019 年。但整体来看，平均下注额受中介贵宾流失影响仍然较大。
- **从“赌城”到综合旅游度假村，非博彩业务的多元发展是行业中长期重要增长点：**六大博企十年内承诺投资 1087 亿澳门元用于发展娱乐、文化、体育、MICE 等非博彩项目，将加速推动澳门向非博彩转型。我们认为，1) 多元化经营有助于降低博企政策风险，提高经营韧性；2) 丰富的非博彩元素将吸引更广泛的客群，推动澳门从“赌城”向多元化旅游目的地转型；3) 有助于延长澳门旅客平均逗留时间，带动人均消费水平提升。
- **澳门博彩总收入预测和公司推荐：**我们预计，2023/2024 年澳门总博彩毛收入将达到 1845/2244 亿澳门元，分别恢复至 2019 年的 62.9%/76.5%；2023 年行业利润率恢复到 27.5%，六大博企总共创造 529 亿港元 EBITDA 利润，恢复至 2019 年的 72.5%。我们建议关注两条主线：1) 单赌桌盈利能力突出，新获批赌桌增量较大的博彩企业将凸显更大的业绩弹性，推荐美高梅中国。2) 丰富的非博彩元素投放将带来客流增长，推动中场博收强势复苏，推荐非博彩及中场博彩业务龙头银河娱乐、金沙中国。公司排序为美高梅中国>银河娱乐、金沙中国>永利澳门>新濠国际>澳博控股。
- **风险提示：**澳门旅游业复苏低于预期、内地签注政策超预期收紧、海外博彩市场分流。

行业走势



相关研究

王高洁对本文有较大贡献，特此致谢。

内容目录

1. 澳门博彩业：发展历程及现状	4
1.1 六大博企寡头垄断	4
1.2 收入规模在 2013 年见顶后艰难爬坡	4
1.3 赌桌赌牌严格控制	5
2. 四大动力有望助推 2023 年澳门客流量强劲回升	6
2.1. 回升动力之一：旅行限制解除	6
2.2. 回升动力之二：部分出国旅行需求分流港澳	7
2.3. 回升动力之三：澳门政府多重优惠补贴提振赴澳旅游需求	7
2.4. 回升动力之四：签注政策有进一步放宽的空间	8
3. 博彩业客流结构将持续优化	8
3.1. 中介贵宾客流持续下降	8
3.2. 高端中场客流率先恢复引领复苏，普通中场紧随其后	9
4. 新酒店投放推升客流接待能力	10
4.1. 劳动力短缺问题正逐渐改善	11
4.2. 新物业年内陆续投放	11
5. 全年中场平均客流下注金额有望轻微上升，但整体平均下注额受中介贵宾流失影响较大	12
6. 非博彩业务的多元发展是行业中长期增长点	13
7. 估计博彩行业收入持续复苏，利润率更超疫情前	16
8. 投资建议	17
9. 风险提示	18

图表目录

图 1: 澳门博彩业发展历程.....	4
图 2: 澳门博彩毛收入于 2013 年达到历史最高, 3,619 亿澳门元.....	5
图 3: 新一轮赌桌资源分配情况.....	5
图 4: 六大博企 2019 年、2022 年及新批赌桌数对比.....	5
图 5: 超九成访澳旅客来自大中华区.....	6
图 6: 疫情期间过夜旅客占比减少, 2023 年显著回升.....	7
图 7: 2023 年 2 月澳门酒店业入住率回升至 76.1%.....	7
图 8: 2013 年以来澳门博彩中介人数量持续下滑.....	9
图 9: 2023 年 2 月访澳旅客数/博彩毛收入分别恢复至 2019 年同期的 40.6%/44.9%.....	10
图 10: 2023 年 2 月个人游旅客/参团旅客人数恢复至 2019 年同期的 55%/4%.....	10
图 11: 疫情期间五星级酒店客房供应减少.....	10
图 12: 疫情前澳门高端酒店房入住率显著高于低端房型.....	10
图 13: 截至 2022 年底, 澳门酒店及餐饮业就业人口 4.3 万人, 仅为 2019 年同期的 77%.....	11
图 14: 新濠影汇第二期开业在即.....	12
图 15: 澳门莱佛士酒店效果图.....	12
图 16: 澳门入境旅客数与赴澳旅客人均消费相关系数达-0.73.....	13
图 17: 澳门博彩收入与中国经济发展密切相关.....	13
图 18: 新濠影汇二期水上乐园室内馆已于 4 月 6 日开幕.....	13
图 19: 美高梅剧院营业中.....	13
图 20: 非博彩收入占比逐年提升, 2022 年近 30%.....	14
图 21: 过夜旅客消费水平显著高于当日往返旅客.....	14
图 22: 六大博企投资承诺.....	15
图 23: 2019 年澳门博彩行业 EBITDA 利润率增长至 26.6%.....	16
图 24: 2019 年澳门中场博收首次超越贵宾博收.....	16
图 25: 博企中介贵宾业务利润率显著低于中场业务.....	16
图 26: 美高梅单赌桌盈利为六大博企之首, 赌桌运营能力突出.....	17
图 27: 金沙、银河非博彩业务占比 (%) 较高.....	17
图 28: 金沙、银河总博收市占率领先同业.....	17
图 27: 金沙、银河中场博收市占率领先同业.....	17

1. 澳门博彩业：发展历程及现状

1847 年，澳葡政府首次将博彩业正式合法化，自此澳门博彩业已有百余年的历史，经历了多次改革。

1.1 六大博企寡头垄断

2002 年，为了引入先进的综合娱乐场运营经验，推动澳门博彩业高质量可持续发展，澳门政府决定打破澳娱 40 年的牌照垄断，开放赌权，将首批三份博彩经营权（三张“主牌”）分别批给了国际博企永利、“赌王”创办的澳博以及港商吕志和创办的银河。此后四年间，威尼斯人、美高梅及新濠博亚通过转批给的方式获得了三张“副牌”，自此形成了六大博企的寡头垄断格局；2022 年，《新博彩法》废除副牌，原有六大博企全部在新一轮赌牌竞投中获得成功，三主三副”正式变为了“六大主牌”。

图 1：澳门博彩业发展历程

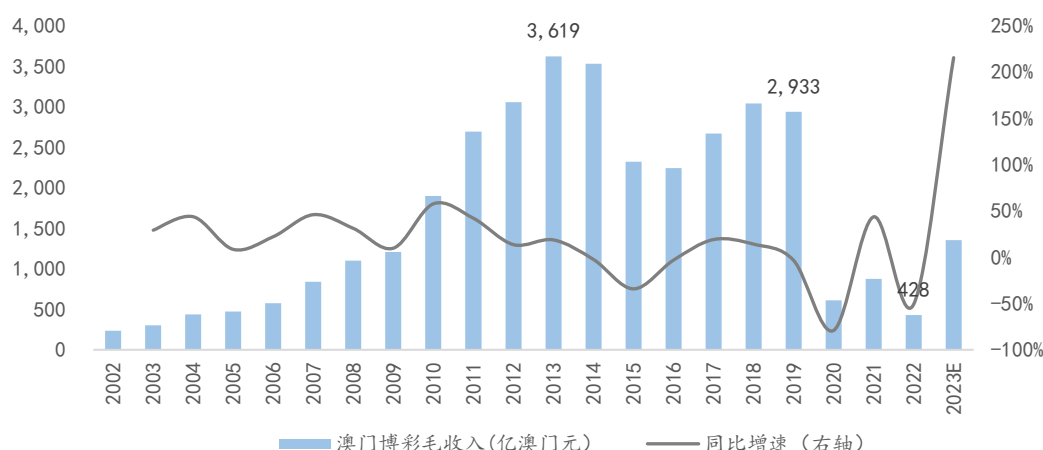


数据来源：澳门博彩监察协调局，东吴证券（香港）

1.2 收入规模在 2013 年见顶后艰难爬坡

澳门博彩业在 2002 年赌权开放后迎来了飞速发展，2006 年博彩收入就超越了拉斯维加斯，成为全球第一大赌城。2013 年，澳门博彩收入达到历史最高 3,619 亿澳门元。三年新冠疫情使澳门博彩业遭受重创，2020/2021/2022 年澳门博彩业收入分别为 610 /876 /428 亿澳门元，仅为 2019 年疫情前水平的 21%/30%/15%。

图 2：澳门博彩毛收入于 2013 年达到历史最高，3,619 亿澳门元



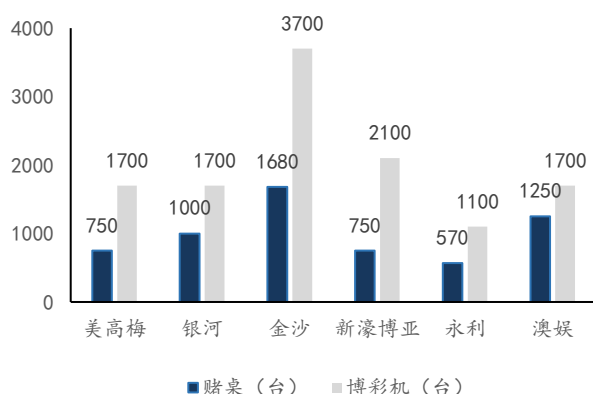
数据来源：澳门博彩监察协调局，东吴证券（香港）

1.3 赌桌赌牌严格控制

赌牌收紧：2022 年出台的《新博彩法》对赌牌的限制较为严格，该法规定赌牌最多为 6 个、禁止赌牌转批给，并将赌牌期限由 20 年缩短至 10 年。

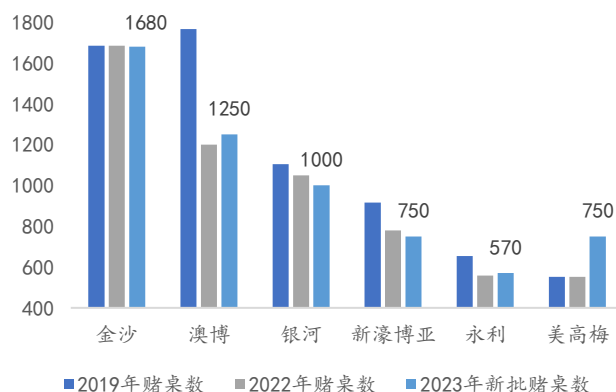
赌桌收紧：《新博彩法》明确由行政长官订定博彩桌总量上限，2023 年澳门赌桌总量上限为 6000 张，不到 2019 年赌桌数（6739 张）的 90%。此外，法律还规定每张博彩桌年度毛收入下限 680 万港币（700 万澳门元）。如果企业连续两年未达到这一要求，赌桌数量将面临削减。

图 3：新一轮赌桌资源分配情况



数据来源：澳门博彩监察协调局，公司公告，东吴证券（香港）

图 4：六大博企 2019 年、2022 年及新批赌桌数对比



数据来源：澳门统计暨普查局，公司公告

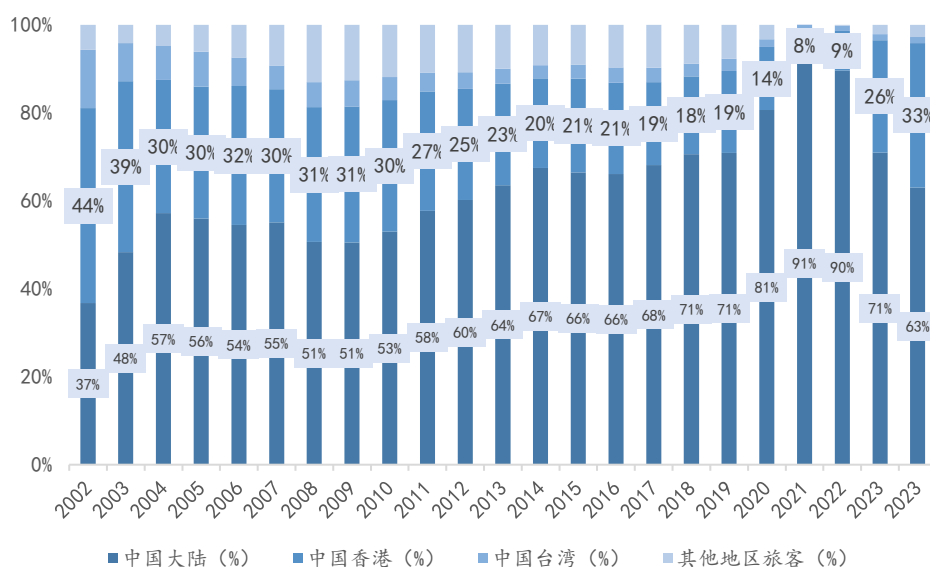
注：银河、新濠、澳博赌桌数为东吴证券（香港）预测

2. 四大动力有望助推 2023 年澳门客流量强劲回升

2.1. 回升动力之一：旅行限制解除

旅行限制解除，大中华区旅客有望加速回流。中国内地、中国香港和中国台湾是澳门最重要的旅游客源地，2019 年访客量分别占总量的 71%、19%、3%，合计占据了 93% 以上的市场份额。2023 年 1 月 8 日起，澳门特区政府取消了对中国内地及港台地区入境澳门人士的核酸检测证明。自 2 月 6 日起，内地与港澳人员往来全面恢复，内地旅行团经营活动重启。随着旅行限制的解除，内地、香港和台湾的游客数量正在加速恢复。

图 5：超九成访澳旅客来自大中华区

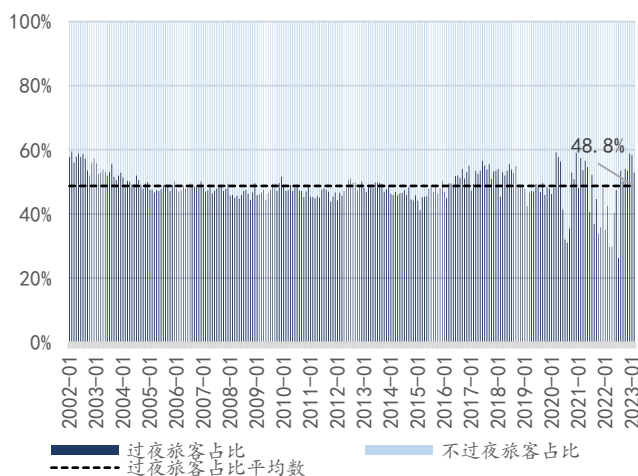


数据来源：澳门统计暨普查局，东吴证券（香港）

积极的旅客量复苏迹象已经出现。1) **春节黄金周澳门客况表现亮眼：**2023 年 1 月春节期间，澳门总入境旅客达 45.1 万人，同比大幅上升 297%，恢复至 2019 年同期的 37.5%。酒店入住率达 85.7%。2) **一季度澳门日均旅客量逐月提升，较 2019 年恢复程度逐月扩大：**2023 年 1-2 月，澳门入境旅客量达 140/159 万人次，同比增加 101%/140%；1-3 月澳门日均旅客量为 4.5/5.7/6.5¹万人次，分别恢复至 2019 年同期的 41%/45%/60%，3 月旅客量表现更强，旅游业恢复速度超预期。3) **酒店入住率恢复良好：**1-2 月澳门酒店入住率为 71.4%/76.1%（2019 年 1-2 月：93%/91%）。未来，我们将重点关注五一黄金周的数据表现。

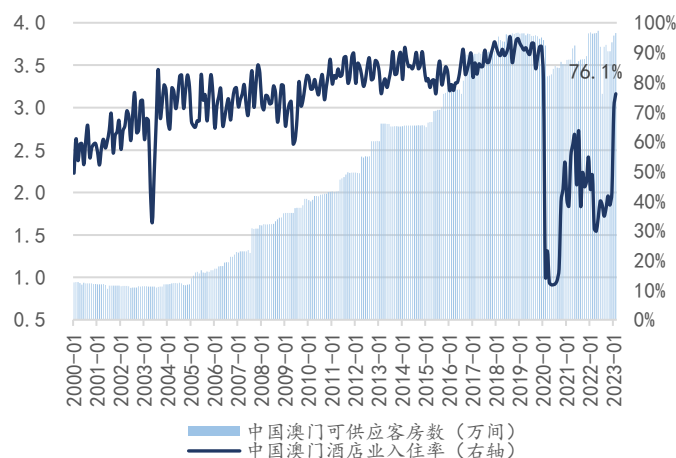
¹ 3 月全月日均访澳旅客量数据尚未披露，由 3 月 1 日至 22 日日均数据代表

图 6：疫情期间过夜旅客占比减少，2023 年显著回升



数据来源：澳门统计暨普查局，东吴证券（香港）

图 7：2023 年 2 月澳门酒店业入住率回升至 76.1%



数据来源：澳门统计暨普查局，东吴证券（香港）

2.2. 回升动力之二：部分出国旅行需求分流港澳

虽然出国旅游市场正在逐渐复苏，然而疫情的影响尚未完全消除。

1) **出境团队游目的地有限**。根据文化和旅游部公布的《关于试点恢复旅行社经营中国公民赴有关国家出境团队旅游业务的通知》，我国仅开放了两批出境跟团游目的地，共 60 个国家。热门旅游目的地日本、韩国尚不在内；2) **一些热门目的地的航线仍未完全恢复，旅行成本较高**。以美国为例，航空数据公司 Ciricum 数据显示，2023 年 2 月从美国飞往中国的航班仅 48 架次，而 2019 年同期为 1255 架次；3) **多国仍未恢复对华旅游签证**，如德国仅开放商务、探亲签证；4) **多国疫情政策仍未完全解除**，如日韩，仍需核酸报告，对旅客出行意愿构成了一定的阻碍。

相比之下，港澳地区的通行证及签注的办理更为便捷、批复速度更快，航线恢复匹配复苏节奏，航班价格维持稳定。因此，部分有出国意愿的旅客转而选择港澳作为旅行目的地。

2.3. 回升动力之三：澳门政府多重优惠补贴提振赴澳旅游需求

澳门对每一个客源市场都有针对性的推广计划。对于最主要客源的内地，澳门旅游局今年继续与航空公司、电商平台及线上旅行社（OTA）合作，向内地旅客发放机票、酒店住宿、购物、景点门票及美食等优惠，以吸引更多旅客来澳门旅游。另外，澳门经济及科技发展局和工商界为了吸引香港游客，也推出了电子“游澳消费奖赏”。AlipayHK 香港用户可领取约 100 间澳门商户的优惠券。我们预计年内澳门政府将持续加大旅游业支持力度，利用具有吸引力的优惠政策提振赴澳旅游需求，吸引旅客回流。

2.4. 回升动力之四：签注政策有进一步放宽的空间

去年 11 月 1 日起，全国开放智能电子签注柜台受理赴澳门旅游签注，当日签发当日生效。但个别城市仍需前往人工柜台办理。另外，办证时间也从疫情前的 5 个工作日延长至 7-10 个工作日不等，取消加急手续。我们预计下半年，签注政策还将会随着旅游业的复苏、疫情的稳定、国内经济的回暖而渐进、有序、稳妥地放宽。

综上所述，再结合新加坡、拉斯维加斯等海外客流恢复经验，我们估计赴澳旅客量有望在旅行限制放开一年后快速恢复，并于 2023 年底恢复至疫情前 100% 的水平，即 2023 全年旅客量回升到 2019 年全年的 75% 左右。

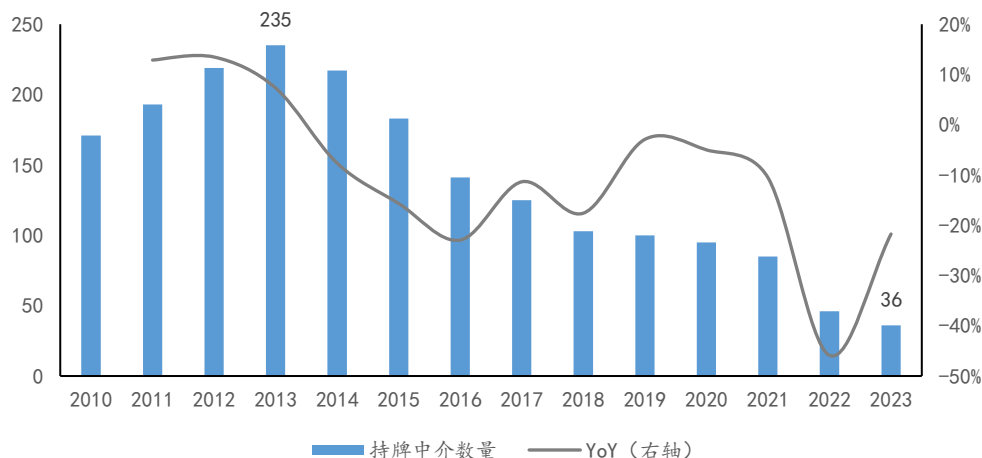
3. 博彩业客流结构将持续优化

为了方便分析，我们把客流分成贵宾和中场两个部分，其中贵宾可以进一步分成中介贵宾（通过中介介绍，享受博彩中介提供的信贷、交通、食宿赠送等服务）和自营贵宾，又称直接贵宾（博企直接营销获客，同样享受博彩运营者直接提供的交通、食宿赠送等各类服务）。中场可以分成高端中场和普通中场（包含角子机）。从活动范围来看，贵宾和高端中场均有限定区域。从下注金额来看，中介贵宾/直接贵宾 > 高端中场 > 普通中场。随着低利润率的中介贵宾业务加速收缩，澳门博彩业客流结构将持续优化。

3.1. 中介贵宾客流持续下降

贵宾博彩曾是澳门博彩业的“主力军”，但随着内地反腐力度加大、资本管制政策趋严以及澳门博彩中介监管加强，近年来贵宾厅业务收入和占比均呈现明显的下降。相关监管包括：1) 2022 年颁布的《新博彩法》要求博彩中介和承批公司之间必须“一对一”，明确中介人仅允许收取佣金，禁止以任何方式与承批公司分享娱乐场的收入。2) 2021 年 3 月起，中国将跨境赌博纳入刑法。目前，中介数量已大幅减少，由高峰期（2013 年）的 235 家减少到 36 家。我们认为中介人数量还将进一步减少，进而导致中介贵宾客流减少。

图 8：2013 年以来澳门博彩中介人数量持续下滑



数据来源：澳门博彩监察协调局，东吴证券（香港）

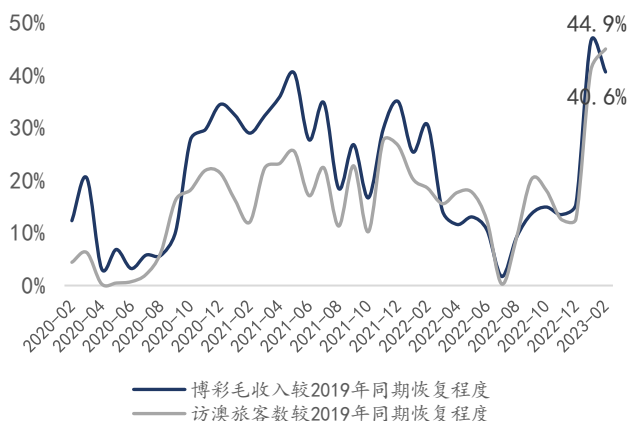
与此同时，自由前往赌场的直接贵宾客流如期恢复，预计很快回到疫情前水平。直接贵宾客户约占全部贵宾客户的 20% 左右。澳门博彩监察协调局数据显示，2023Q1 贵宾博收已恢复至 2019 年同期的 23%，我们推测绝大部分来自于直接贵宾，直接贵宾恢复劲头十分强势。

3.2. 高端中场客流率先恢复引领复苏，普通中场紧随其后

拥有中高收入，下注金额较大的高端中场客流，在 2023 年快速恢复。一季度澳门博彩总收入达 346.42 亿澳门元，其中中场博收为 261 亿澳门元，已恢复至疫情前（2019Q1：389 亿澳门元）的 67%。2023Q1 中场博收恢复程度显著好于旅客量恢复程度（约 50%），意味着高端中场客户可能是首批返回澳门的人群。一方面，这些人群的收入受疫情影响较小；另一方面，这些人群具备优先赴澳旅游的条件和意愿。

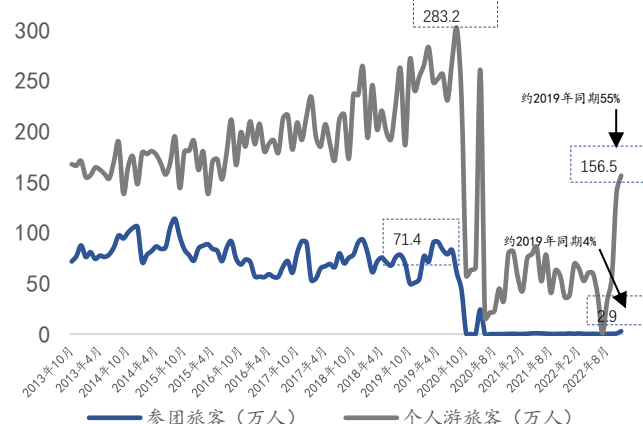
然而，普通中场客流还没有完全恢复。由于经济条件受到疫情的负面影响，较低收入的人群的出行及消费受到了限制。2019 年在中国内地访客中，持个人游签证和旅行团签证的游客分别占 48% 和 34%。截止今年 2 月份，赴澳参团旅客数为 29,163 人，仅恢复至 2019 年同期的 4%。随着时间的推移，我们预计二季度后普通中场客流将加速回归，支撑全年中场博收复苏。

图 9: 2023 年 2 月访澳旅客数/博彩毛收入分别恢复至 2019 年同期的 40.6%/44.9%



数据来源：澳门统计暨普查局，东吴证券（香港）

图 10: 2023 年 2 月个人游客/参团旅客人数恢复至 2019 年同期的 55%/4%

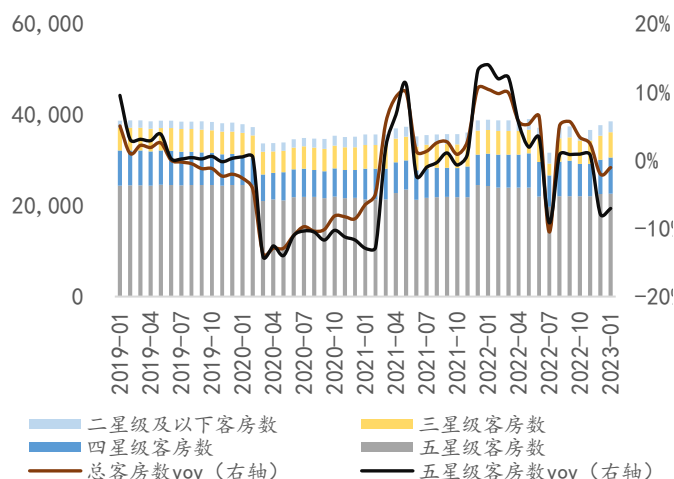


数据来源：澳门统计暨普查局，东吴证券（香港）

4. 新酒店投放推升客流接待能力

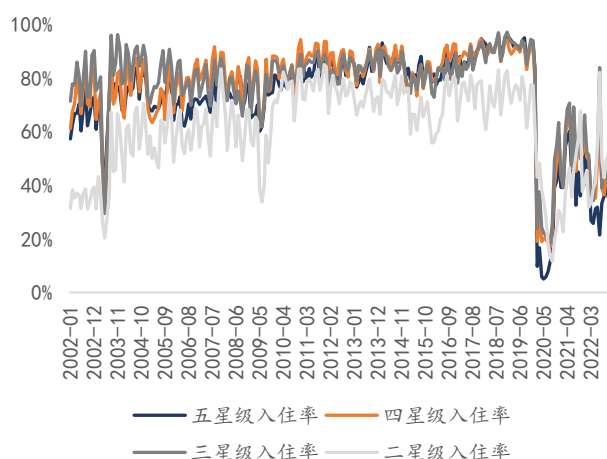
当前，澳门的游客接待能力仍然低于疫情前水平。这是由于一些酒店在疫情期间关闭运营，截至 2023 年 2 月底，全澳门酒店房数量为 3.88 万间，但我们估算，目前全行业仅有约 70%-80% 的房间可供开放。此外，餐饮娱乐尚未能达到全面运营的水平。我们预计随着劳动力短缺问题的改善以及新酒店房投入使用，澳门的游客接待能力将持续回升，以满足即将到来的五一黄金周激增的旅客需求及全年的复苏需求。

图 11: 疫情期间五星级酒店客房供应减少



数据来源：澳门统计暨普查局，东吴证券（香港）

图 12: 疫情前澳门高端房型入住率显著高于低端房型

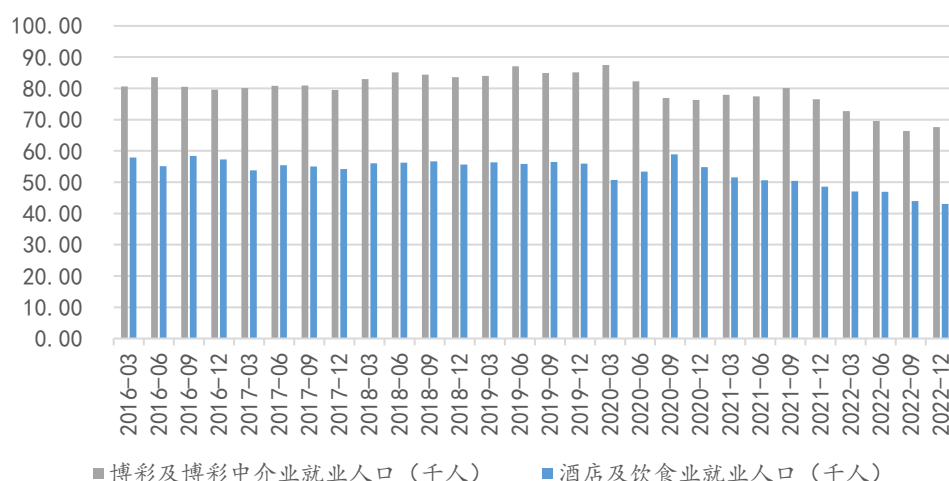


数据来源：澳门统计暨普查局，东吴证券（香港）

4.1. 劳动力短缺问题正逐渐改善

劳动力短缺导致有效酒店房间、营销推广、旅游接待能力不足。疫情导致许多在澳门从事工作的外地员工返回家乡，截至 2022Q4，澳门的酒店餐饮及博彩业就业人口为 4.3/6.8 万人，仅为 2019 年同期的 77% 和 79%。而重新招募和培训劳动力需要一定的时间，因此劳动力的恢复难以立即跟上旅游业复苏的步伐。目前，相关部门正在协助业界进行招聘，并加快工作许可的发放。同时，企业会根据劳动力恢复速度和旅客数量恢复情况，动态调整开放的房间数，从而提高旅客承载能力。企业的目标是：推进劳动力恢复到能够持续支持所有房间和所有餐馆的水平，我们预计劳动力短缺的问题将在二季度得到显著改善。

图 13：截至 2022 年底，澳门酒店及餐饮业就业人口 4.3 万人，仅为 2019 年同期的 77%



数据来源：澳门统计暨普查局，东吴证券（香港）

4.2. 新物业年内陆续投放

新物业的投放将提升澳门作为旅游目的地的吸引力，并提供更高的旅客承载力。2023 年预计有 2,321 间新酒店客房或套房集中投入市场，带动澳门客房供应量提升约 6%。

- 1) 银河三期：450 间豪华套房的莱佛士酒店（预计 2023Q2 推出）和 700 间客房的安达仕酒店（预计年内择机推出）；
- 2) 新濠影汇二期：900 间客房（预计 2023Q2 后分阶段开幕）；
- 3) 上葡京综合度假村：范思哲奢华酒店 271 间酒店房 4 月末开放。

图 14: 新濠影汇第二期开业在即



数据来源: 新濠博亚官网, 东吴证券(香港)

图 15: 澳门莱佛士酒店效果图



数据来源: 银河娱乐官网, 东吴证券(香港)

此外, 部分物业在疫情期间投放, 尚未完全放量。我们相信以下物业将在复苏中二次放量。

1) 金沙伦敦人 2021 年 1 月推出澳门伦敦人酒店 (594 间伦敦主题套房), 9 月推出伦敦人御园 (370 间豪华套房);

2) 澳博旗下上葡京综合度假村 2021 年部分开业, 包括 271 间酒店房的卡尔拉格斐奢华酒店和 1,350 间客房的澳门上葡京酒店。

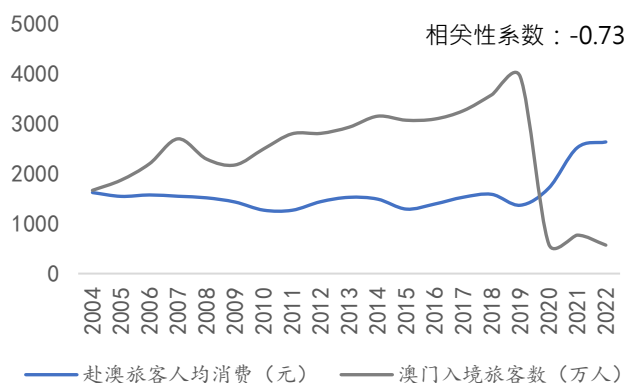
5. 全年中场平均客流下注金额有望轻微上升, 但整体平均下注额受中介贵宾流失影响较大

我们估计, 相较于疫情前, 今年全部客流的平均下注金额略低于 2019 年全年。尽管中场客户平均下注金额将有所上升, 但整体来看, 平均下注额受中介贵宾流失影响仍然较大。

中场: 澳门入境旅客数与赴澳旅客人均消费呈现负相关性 (相关性系数达-0.73), 意味着澳门入境旅客数减少时, 人均消费金额反而呈现上升态势。鉴于我们预测今年客流量与 2019 年比仍少 25%, 我们认为今年全年中场的人均消费金额 (及投注金额) 将高于 2019 年。

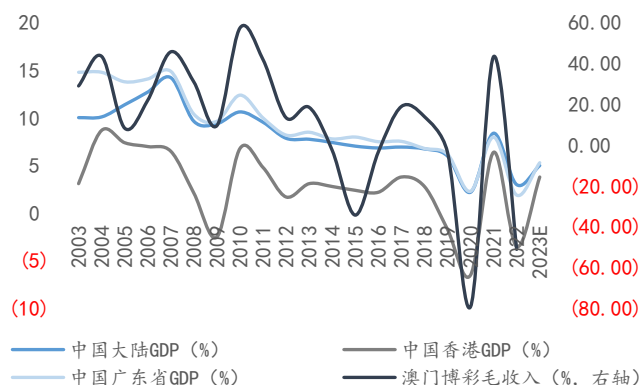
总体: 考虑到较高消费水平的中介贵宾 (占全部贵宾约 8 成) 流失造成的影响, 我们认为总平均下注额仍将受到较大影响。

图 16: 澳门入境旅客数与赴澳旅客人均消费相关系数达-0.73



数据来源：澳门统计暨普查局，东吴证券（香港）

图 17: 澳门博彩收入与中国经济发展密切相关



数据来源：国家统计局，香港政府统计处，广东省统计局，澳门博彩监察协调局，东吴证券（香港）

6. 非博彩业务的多元发展是行业中长期增长点

除博彩业务外，澳门的综合旅游度假村还为客户提供其他产品和服务，如餐饮、住宿、MICE（会议、奖励、讨论会及展览）等。为响应政府发展澳门经济多元化及开拓海外客源的倡导，博企在新批给合同有效期十年内共承诺投资 1,087 亿澳门元，用于建设各项非博彩项目以及开拓外国客源市场，其中重点包括会议展览、娱乐表演、体育盛事、文化艺术、健康养生、主题游乐等多个方向。

图 18: 新濠影汇二期水上乐园室内馆已于 4 月 6 日开幕



数据来源：新濠影汇官网，东吴证券（香港）

图 19: 美高梅剧院营业中



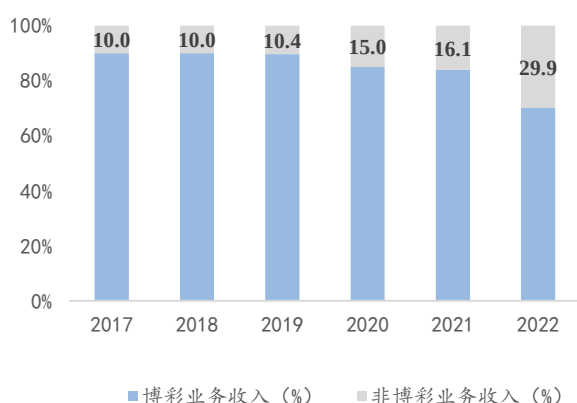
数据来源：美高梅官网，东吴证券（香港）

1) 提高企业经营韧性: 逐步提高非博彩收入占比, 减轻对博彩收入来源的依赖。2017 年非博彩收入仅占澳门博彩公司总收入的 10%, 2022 年大幅提升至 29.9%。当澳门博彩业受到外部冲击时, 如全球经济危机、疫情等, 多元化经营可以帮助博企分散风险, 缓解损失。类似拉斯维加斯的餐饮、零售和娱乐等非博彩业务的收入占据了整体旅游收入的约 60%, 这也是澳门政府设立的目标。

2) 拓宽旅客群体: 参考拉斯维加斯式综合度假村开发经验, 建设包括娱乐、文化、体育和 MICE 等在内的非博彩项目, 将吸引更广泛的旅客群体, 如家庭、商务人士等, 推动澳门实现从“赌城”向到多元化旅游目的地的转变。

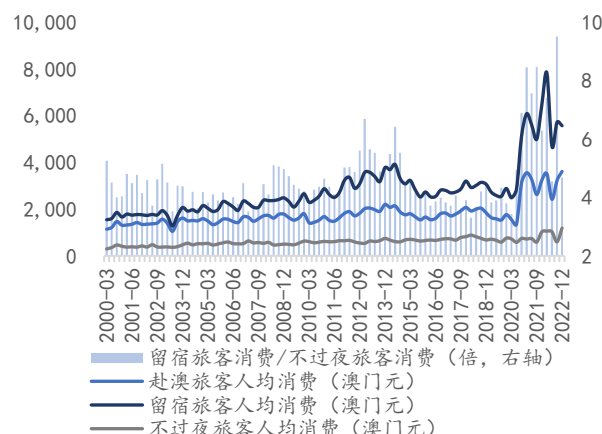
3) 由于新的非博彩元素逐渐推出, 旅客逗留时间延长, 从而提高他们在博彩方面的消费。借鉴拉斯维加斯的经验, 丰富的旅游项目可以吸引游客在当地逗留更长的时间。根据 Las Vegas Convention and Visitors Authority 发布的数据, 拉斯维加斯的游客平均逗留时间已经达到了 4 天以上, 比澳门平均逗留时间 2.3 天要长。而更长的逗留时间通常意味着游客在博彩方面的消费金额会更高。

图 20: 非博彩收入占比逐年提升, 2022 年近 30%



数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)测算

图 21: 过夜旅客消费水平显著高于当日往返旅客



数据来源: 美高梅官网, 东吴证券(香港)

图 22：六大博企投资承诺

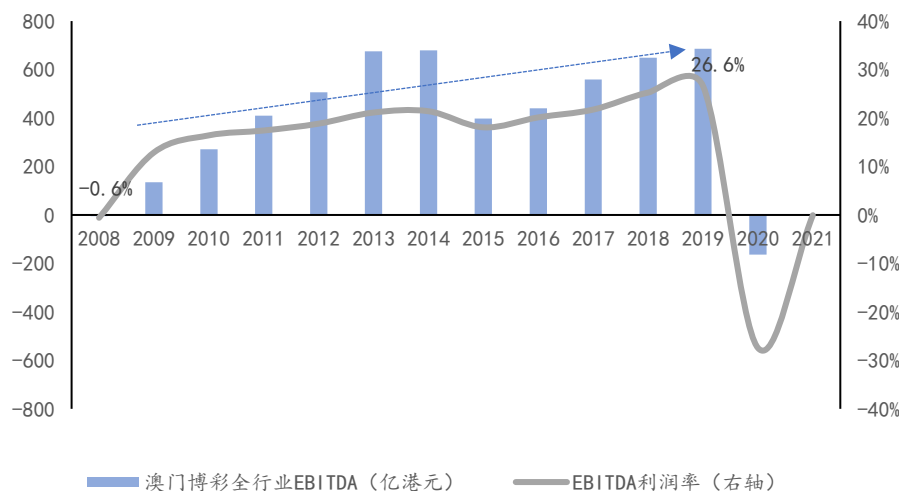
博企	总投资额 (亿港元)	开拓国外客源及 非博彩项目 (亿 港元)	具体措施	
			开拓国际客源	其他非博彩项目
金沙	302.39	278	设立办事处扩展销售网络：扩大亚洲和美国/欧洲的国际销售办事处网络； 增加澳门曝光率：于新加坡滨海湾金沙举办年度“展示澳门”大型国际商务交流活动，提高澳门作为会展旅游目的地的曝光率；	美食之都：开设全新餐厅并引进创新国际烹饪； 会议展览：开发全新1.8万平方米会展设施，毗邻威尼斯人金光会展； 旅游景点：改造澳门伦敦人南面的Le Jardin（热带花园），打造5万平方米崭新国际级主题花园。
银河	283.5	274.5	设立办事处扩展销售网络：在新加坡、泰国及韩国设立3个海外办事处； 旅游套票等市场营销：在日本、印尼、马来西亚、印度、菲律宾及越南等6大目标市场进行旅游套票等市场营销；	娱乐活动：打造全澳独有的6.1万平方米高科技主题乐园； 文化艺术：打造约7000平方米艺术博物馆及配套设施，涵盖创新沉浸式高科技应用； 娱乐表演：1.6万个座位银河综艺馆开幕后邀请全球知名巨星及团体赴澳表演、举办世界级巡回演唱会、文艺表演及其他相关娱乐表演活动。
永利	177.3	165	设立办事处扩展销售网络：于日本、新加坡、越南、印尼、菲律宾、南韩、泰国、马来西亚、加拿大和美国等地扩展销售办事处网络和代理商； 提升交通服务：与服务澳门和香港的航司建立区域及国际合作，并探索包机和私人航班服务；为邻近目的地的旅客提供专车和其他交通服务；	美食之都：打造国际美食广场； 会议展览：设展展示著名国际艺术家作品，提供互动装置的户外雕塑花园； 娱乐活动：主题游乐项目将包括主题景点并结合先进技术的应用； 娱乐表演：打造全新剧院支持举办世界级娱乐表演；打造主题式互动及沉浸式娱乐中心； 健康养生：升级旗下物业设施； 体育活动：定期举办和支持不同层次体育赛事。
美高梅	167	150	扩展销售网络：增加海外销售网络至30个，双倍扩大业务人员；	文化艺术：打造“文化艺术商产业孵化基地”，探索太空为主轴与华人抽象艺术大师萧勤合作（2023）、以非遗元素展出中国国家级非物质文化遗产苗绣项目（2024）、邀请知名当代艺术家蔡国强创作大型委托项目（回归25周年）； 娱乐活动：原创中外演艺娱乐区，旗舰娱乐项目《MGM2049》驻场秀（2024）、美食娱乐旅游产品“澳门传家”； 健康养生：标志性“城市绿洲”养生健康地标，开发拓展养生健康板块，推出针对都市客群的综合康养服务； 会议展览：开拓高质量、高端的特色会展区会展“百宝箱”（2024）； 旅游景点：“妈阁周末夜市”、“美高梅狮王争霸”品牌赛事； 体育活动：举办“美高梅澳门国际帆船赛”。
澳博	140.33	120	设立办事处扩展销售网络：开拓北亚和东南亚市场，计划针对从香港出发的国际旅客于多个具潜力的市场设立办事处； 提升交通服务：利用公司自身资源及关联公司的庞大海陆空交通网络，为国际客提供一站式无缝交通衔接；	旅游景点：“澳门历史城区活化方案”，含母公司澳娱为葡京酒店进行内部全面翻新改造，提供餐饮、零售、儿童游乐等旅游休闲设施，以配合毗邻新葡京酒店增设博彩元素翻新工程；水陆交融”为主题的河畔饮食街；修复活化澳门皇宫； 文化艺术：打造全新的艺术文化展馆、澳门首个大型博彩历史博物馆、澳门博彩文化展馆； 会议展览：全面提升上葡京、澳门旅游塔的会展设施； 娱乐活动：邀请国际级编舞导师打造长驻舞台表演； 美食之都：分别于上葡京及新葡京陆续开设超过15间餐饮设施；举办美食美酒活动； 体育活动：发展足球、网球及高尔夫球运动；
新濠	118.2	100.1	增加澳门曝光率：利用在香港、新加坡、马尼拉和塞浦路斯的会议展览代表办事处来推广非博彩和澳门来吸引国际客，且侧重于欧洲、中东、日本、南韩、马来西亚、新加坡和泰国； 提升交通服务：安排直航及集团飞机接送海外团客到访澳门；	旅游项目：升级新濠天地君悦酒店会议及多功能设施，澳门W酒店开幕（2023）； 文化艺术：起办大湾区科技、创新和可持续发展大赛（2024）； 娱乐表演：新濠影汇综艺馆举办亚洲首个由超级巨星驻场的演唱会（2023-2035），改造并重新上演“水舞间”（2024年底）； 娱乐项目：开放澳门唯一全年开放的9,670平方米室内水上乐园和夏季室外水上乐园（2023年），包括餐饮设施和16个新游乐项目；兴建一间拥有六个影院的新电影院（2024）；新濠与内地芒果TV和浙江卫视等媒体的伙伴关系将支持本地项目发展； 健康养生：卓智(iRad)综合诊所（2024）； 文化艺术：开设1,000平方米的“锦绣中华博物馆”（2025）； 体育活动：拟开设滑板公园（2024），举办国际滑板比赛（2025）；
总计	1188.72	1087.6		

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

7. 估计博彩行业收入持续复苏，利润率更超疫情前

客流量的增加以及单客下注金额的提升，将有助于澳门博彩业的收入恢复和利润率的上升。实际上，我们在 2019 年疫情爆发前已经观察到博彩企业 EBITDA 利润率呈现整体稳中有升的态势，展现出澳门博彩行业稳健的盈利能力，2019 年全行业 EBITDA 率达 26.6%，较 2008 年提升 27pcts。

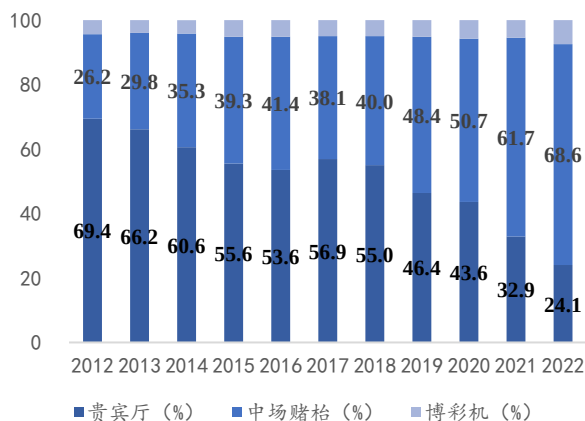
图 23: 2019 年澳门博彩行业 EBITDA 利润率增长至 26.6%



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）测算

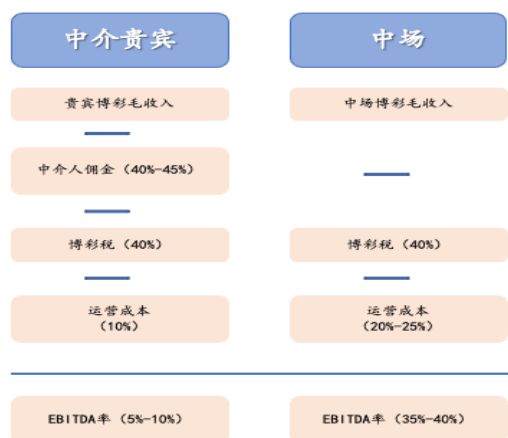
随着时间的推移，这种趋势将会更加显著。这是因为，低 EBITDA 率的中介贵宾业务占比下降，高 EBITDA 率的中场业务占比上升。中介贵宾业务需要支付高额的佣金给中介人，因此中介贵宾博彩的 EBITDA 率只有约 5-10%，明显低于中场博彩的利润率 35%-40%。

图 24: 2019 年澳门中场博收首次超越贵宾博收



数据来源：澳门博彩监察协调局，东吴证券（香港）

图 25: 博企中介贵宾业务利润率显著低于中场业务



数据来源：公司年报，东吴证券（香港）

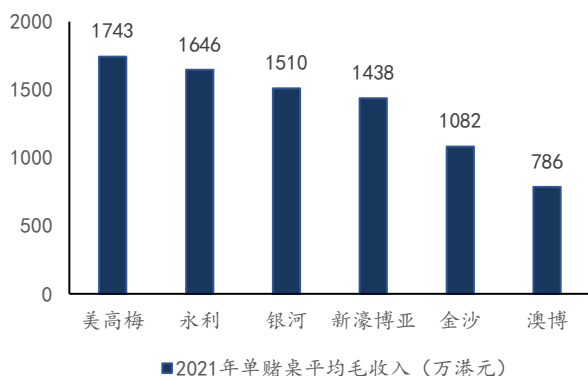
我们预计，2023/2024 年澳门总博彩毛收入将达到 1845/2244 亿澳门元，分别恢复至 2019 年的 62.9%/76.5%；2023 年行业利润率恢复到 27.5%，六大博企总共创造 529 亿港元 EBITDA 利润，恢复至 2019 年的 72.5%。

8. 投资建议

我们建议关注两条主线：1) 单赌桌盈利能力突出，新获批赌桌增量较大的博彩企业将凸显更大的业绩弹性，推荐美高梅中国。2) 丰富的非博彩元素投放将带来客流增长，推动中场博收强势复苏，推荐非博彩及中场博彩业务龙头银河娱乐、金沙中国。

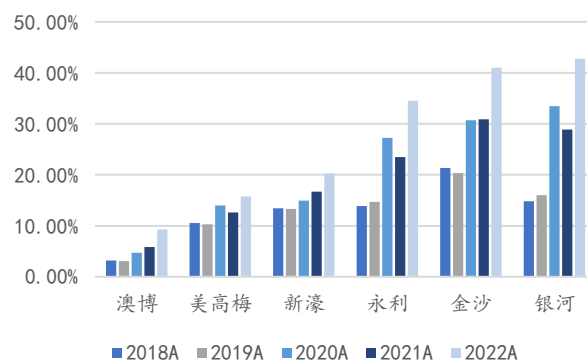
公司排序为美高梅中国 > 银河娱乐、金沙中国 > 永利澳门 > 新濠国际 > 澳博控股。

图 26: 美高梅单赌桌盈利为六大博企之首，赌桌运营能力突出



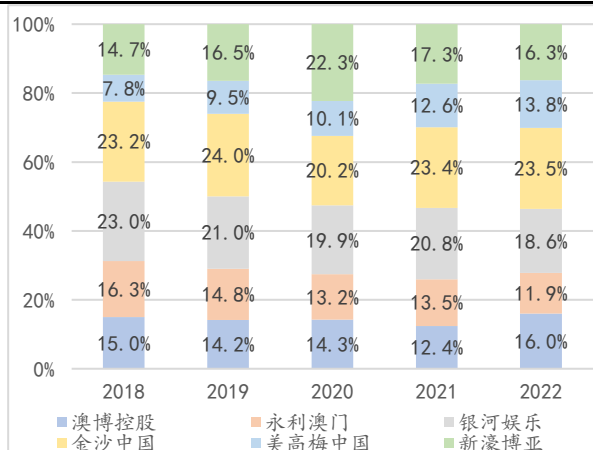
数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图 27: 金沙、银河非博彩业务占比 (%) 较高



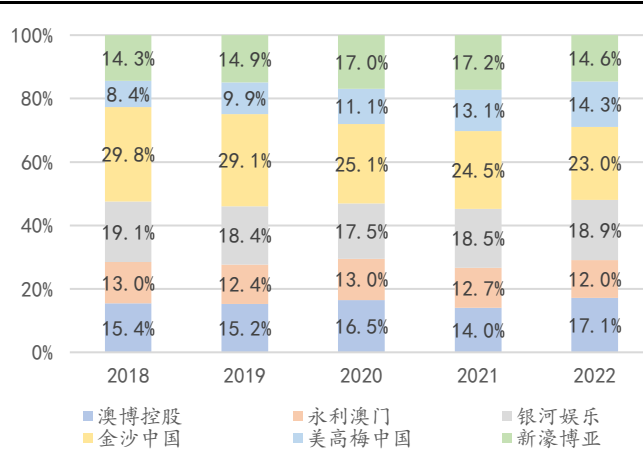
数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图 28: 金沙、银河总博收市占率领先同业



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图 27: 金沙、银河中场博收市占率领先同业



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

9. 风险提示

- (1) 宏观经济复苏低于预期影响博彩消费能力和意愿;
- (2) 内地签注政策超预期收紧;
- (3) 澳门劳动力恢复低于预期;
- (4) 海外博彩市场对澳门博彩造成分流;
- (5) 非博彩项目资本开支较多影响现金流

单桌盈利领先同业+新批赌桌大增 36%，公司业绩弹性凸显

买入（首次）

2023 年 04 月 24 日

证券分析师
欧阳诗睿

(852) 3892 3120

ouyangshirui@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万港元）	5,268.56	21,473.72	26,443.22	27,795.60
同比	-44.02%	307.58%	23.14%	5.11%
经调整物业 EBITDA（百万港元）	1,274.36	5,267.15	7,743.58	8,262.81
同比	-	-	47.02%	6.71%
每股收益-最新股本摊薄（港元/股）	-1.38	0.31	0.97	1.19
EV/经调整物业 EBITDA	-	12.64	8.60	8.06

投资要点

- 美高梅中国(2282.HK)于 2011 年 6 月 3 日在香港联交所上市，控股股东为美国博彩巨头美高梅国际酒店集团 (MGM: NYSE)，持股比例 55.95%；另一主要股东为赌王二房长女何超琼女士，连同其控股公司合计持股 22.49%。公司在澳门的主要物业为位于澳门半岛的澳门美高梅及位于路氹地区的美狮美高梅。
- 利用“雍华府”、“雍华壹号”及“御狮别墅”等豪华设施吸引超高端客户，同步发力高利润率中场博彩。1) 利用高品位豪华物业提升高净值客户吸引力和客户粘性，夯实直接贵宾业务，缓解中介贵宾大幅调整对于贵宾分部的冲击。美高梅对中高端市场实施独特策略定位，旗下超豪华专属度假村“雍华府”仅供特选客户入住，最新房型“御狮别墅”荣获 2022 年亚太区澳门最佳酒店室内设计之五星级殊荣，彰显美高梅品牌价值和设计品味；2) 专注高利润率中场博彩，顺应澳门博彩向中场博彩转型趋势。公司近年来持续发力中场博彩业务，通过丰富多彩的非博彩元素提升旅客娱乐享受，扩大旅客受众范围，推动中场博收（含角子机）占公司总博收比重由 2018 年的 57.6%大幅提升至 2022 年的 89.6%，推动中场博收市占率由 2018 年的 8.4%稳步扩大至 2022 年的 14.3%，随着 2023 年旅行限制解除和澳门旅客量强势回归，我们预计美高梅将凭借高端客户资源优势和中场博彩运营优势优先受益于博彩行业强劲复苏，进一步提升市场份额。
- 新一轮牌照竞投综合得分第一，新增赌桌 198 张，赌桌总数大幅增长近 36%：1) 2022 年 11 月公布的澳门博彩牌照竞投批给结果显示，美高梅牌照竞投综合得分第一。此后公布的赌桌资源中，美高梅获批赌桌 750 张，较 2022 年底赌桌运营赌桌数 552 张大幅新增 198 张，增幅高达近 36%，是唯一实现新批赌桌数大增的博企，具有一定的稀缺性。大量的新批赌桌入场，叠加领先同业的单桌盈利优势，将共同推升美高梅中国 2023 年博彩分部收入取得高于行业平均的增速。
- 赌桌运营效率领先，单赌桌盈利能力业内第一：2021 年美高梅单桌博彩毛收入达 1743 万港元，显著领先于永利、银河、新濠博亚、金沙、澳博的单赌桌毛收入 1646/1510/1160/1082/898 万港元；从行业趋势上看，澳门赌桌供给数量相对刚性，赌桌运营效率提升是提高博彩分部业务收入的关键，美高梅强劲的运营实力有助于在行业积极反弹之际进一步扩大优势。
- 盈利预测与投资评级：考虑到公司赌桌运营效率领先且 2023 年新批赌桌数量大增近 36%，我们引入公司 2023-2025 年净收入预测 214.74/264.43/277.96 亿港元，2023-2025 年经调整物业 EBITDA 预测为 52.67/77.44/82.63 亿港元，我们给予 2023 H2+2024 H1 13 倍的 EV/EBITDA，对应目标价 15.36 港元，较现价有 44.6%的上行空间，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：澳门旅游业复苏低于预期、内地签注政策超预期收紧、海外博彩市场分流。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	10.62
一年最低/最高价	3.01/11.22
市净率(倍)	-10.10
流通 H 股市值(百万港元)	40,356.00

基础数据

每股净资产(港元)	-1.05
资本负债率(%)	112.81
总股本(百万股)	3,800
流通 H 股(百万股)	3,800

相关研究

王高洁对本文有较大贡献，特此致谢。

美高梅三大财务预测表

资产负债表 (百万港元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万港元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7,233.84	14,858.83	14,446.48	14,669.84	营业收入	5,268.56	21,473.72	26,443.22	27,795.60
现金	6,706.59	14,112.93	13,650.38	13,846.52	博彩净收益	4,438.99	19,182.04	23,900.57	25,116.85
应收账款	239.52	458.34	508.53	535.75	餐饮	385.87	1,070.69	1,192.42	1,251.44
存货	160.02	160.02	160.02	160.02	酒店客房	338.09	1,062.57	1,168.03	1,226.90
其他流动资产	127.71	127.55	127.55	127.55	零售及其他	105.61	158.42	182.18	200.40
非流动资产	23,975.65	22,361.86	21,191.69	19,964.86	博彩税	-2,303.30	-8,567.45	-10,602.88	-11,165.03
固定资产	21,690.90	20,090.59	18,934.99	17,723.83	存货成本	-332.23	-853.31	-944.18	-991.34
使用权资产	1,223.07	1,146.93	1,076.37	1,005.81	职工薪酬	-3,053.02	-3,350.03	-3,450.53	-3,485.03
其他非流动资产	1,061.68	1,124.34	1,180.33	1,235.22	折旧及摊销	-2,033.61	-2,100.05	-2,155.60	-2,211.16
资产总计	31,209.50	37,220.70	35,638.17	34,634.70	其他支出-经营	-1,155.95	-3,435.80	-3,702.05	-3,891.38
					营业利润	-3,609.55	3,167.10	5,587.97	6,051.65
流动负债	2,303.50	5,143.94	5,701.61	6,004.07	其它收入	58.63	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-1,665.26	-1,982.59	-1,869.60	-1,526.91
应付账款	2,274.67	5,115.11	5,672.78	5,975.24	利润总额	-5,216.17	1,184.51	3,718.37	4,524.75
其他流动负债	28.83	28.83	28.83	28.83	减:所得税费用	-15.74	-13.75	-14.57	-15.67
非流动负债	32,902.42	34,902.42	29,058.42	23,243.42	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	32,725.14	34,725.14	28,881.14	23,066.14	归属母公司净利润	-5,231.91	1,170.76	3,703.80	4,509.08
其他非流动负债	177.28	177.28	177.28	177.28	经调整物业 EBITDA	-1,274.36	5,267.15	7,743.58	8,262.81
负债合计	35,205.92	40,046.36	34,760.03	29,247.49					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
归属母公司股东权益	-3,996.42	-2,825.66	878.13	5,387.21	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
负债和股东权益	31,209.50	37,220.70	35,638.17	34,634.70	每股收益(港元)	-1.38	0.31	0.97	1.19
					每股净资产(港元)	-1.05	-0.74	0.23	1.42
					发行在外股份(百万股)	3,800	3,800	3,800	3,800
现金流量表 (百万港元)	2022A	2023E	2024E	2025E	经调整 EBITDA 率(%)	-24.19%	24.53%	29.28%	29.73%
经营活动现金流	-2,113.88	7,888.93	8,251.06	8,538.04	资产负债率(%)	112.81	107.59	97.54	84.45
投资活动现金流	-1,320.93	-500.00	-1,000.00	-1,000.00	收入增长率(%)	-44.02	307.58	23.14	5.11
筹资活动现金流	7,037.13	17.41	-7,713.60	-7,341.91	净利润增长率(%)	-	-	216.36	21.74
现金净增加额	3,602.32	7,406.34	-462.54	196.14	EV/经调整 EBITDA	-	12.64	8.60	8.06
期初现金及现金等价物余额	3,112.02	6,706.59	14,112.93	13,650.38					
期末现金及现金等价物余额	6,706.59	14,112.93	13,650.38	13,846.52					

数据来源: 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 预测均为东吴证券(香港)预测。

23Q2 起全新物业陆续推出，银河有望优先受益于行业强劲复苏

买入（首次）

2023 年 04 月 24 日

 证券分析师
 欧阳诗睿

(852) 3892 3120

ouyangshirui@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万港元）	11,473.79	38,352.54	48,252.41	55,268.29
同比	-41.74%	234.26%	25.81%	14.54%
经调整物业 EBITDA（百万港元）	-553.00	12,624.52	17,188.82	21,412.52
同比	-	-	36.15%	24.57%
每股收益-最新股本摊薄（港元/股）	-0.79	2.20	3.18	4.09
EV/经调整物业 EBITDA	-	19.71	14.47	11.62

投资要点

- 银河娱乐集团（后简称银娱）是澳门政府 2002 年开放赌权后，首批获得博彩经营批给的三家运营商之一，实控人为港商吕志和家族。银娱目前在澳门拥有澳门银河、澳门星际酒店以及澳门百老汇三大旗舰项目。
- 自 23Q2 起，银河三期将陆续推出大批非博彩项目，赋能中场博彩，并带来新的增长点：公司计划于 2023Q2 推出银河国际会议中心(GICC)、银河综艺馆和澳门银河莱佛士酒店（450 间套房），于 Q3-Q4 视市场情况择机推出澳门安达仕酒店（700 间客房）；银河四期有序建设中，预计将于 2024-2025 年开放。三、四期将提供约 3,000 间酒店房、40,000 平方米会议展览空间、拥有 16,000 个座位的多用途场馆、餐饮、零售以及娱乐场等。我们认为，银河三期新项目集中地在疫后赴澳旅游需求快速反弹之际投放，一方面将充分发挥博彩与非博彩业务的联动效应，吸引多元、多层次的客户群前往其物业消费，带动以休闲旅客为主要客群的中场博彩业务增长；另一方面，酒店、MICE 等非博彩业务迅速起量将为公司带来新的增长点，并降低整体业务政策风险，提高经营韧性。此外，公司还计划把翻新澳门百老汇作为银河五期的项目，为旅客提供更高质量的服务体验。
- 资产负债表健康，在手现金充裕：在过去三年疫情的影响下，公司依然保持了财务稳健性。截至 2022 年 12 月 31 日，公司资产负债率仅为 20.38%，显著低于六大博企平均值 93.39%；公司账面现金及流动投资为 264 亿港元，净现金为 189 亿港元，负债为 75 亿港元。我们认为，充裕的在手现金和健康的资产负债表将有力支撑银娱未来 10 年资本开支计划，并预留出杠杆空间。
- 土地储备充足，支撑后续非博彩项目开发：公司管理层战略眼光卓越，早期在路氹填海区积极拿地扩充土储，是目前唯一拥有“处女地”可供开发的博企，为后续非博彩项目开发建设提供了重要支撑。近年来，公司顺应澳门旅游业向非博彩转型的大趋势，逐渐扩大酒店、零售等非博彩业务占比，非博彩收入占比由 2018 年的 15% 提升至 2022 年的 43%，显著高于行业平均的 27%。我们预计未来三年，公司在路氹填海区的占地面积将随着银河三、四期的接连推出翻倍至逾 200 万平方米，新项目投放有望进一步推动公司非博彩业务贡献业绩增量。
- 贵宾及中场博收市占率领先，2023 年新分配赌桌数无明显缩减：2022 年公司总博收/贵宾博收/中场博收市占率分别为 19%/17%/19%，总博收和中场博收市占率位列行业前二。1）中介贵宾急速收缩的背景下，公司有望充分发挥多年积累的贵宾客户资源优势，优先将中介贵宾客户转化为自营贵宾或高端中场客户。2）同时，一系列非博彩业务投放也将提高旅客吸引力，提振普通中场业务。3）新一轮赌桌资源分配中，公司分得赌桌/角子机 1000/1700 张，位列行业第三，与 2022 年全年平均赌桌数基本持平。
- 盈利预测与投资评级：公司作为澳门博彩龙头，博收市占率常年领先同业，且非博彩业务成长性凸显，预计将优先受益于 2023 年赴澳旅游强劲复苏。我们引入公司 2023-2025 年净收入预测 383.53/482.52/552.68 亿港元，2023-2025 年经调整物业 EBITDA 预测为 126.25/171.89/214.13 亿港元，我们给予 2023 H2+2024H1 18 倍的 EV/EBITDA，对应目标价 62.77 港元，较现价有 7.7% 的上行空间，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：澳门旅游业复苏低于预期、内地签注政策超预期收紧、海外博彩市场分流。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	58.3
一年最低/最高价	33.55/59.80
市净率(倍)	3.94
流通 H 股市值(百万港元)	254,715.38

基础数据

每股净资产(港元)	14.63
资本负债率(%)	20.38
总股本(百万股)	4,369
流通 H 股(百万股)	4,369

相关研究

王高洁对本文有较大贡献，特此致谢。

银河娱乐三大财务预测表

资产负债表 (百万港元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万港元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	23,562.69	17,912.19	23,671.62	28,814.38	营业收入	11,473.79	38,352.54	48,252.41	55,268.29
现金	13,898.01	14,022.74	17,258.64	21,713.59	博彩净收益	6,566.61	29,260.04	37,250.54	42,596.77
应收账款	751.73	738.51	691.64	828.43	酒店、购物及其他	2,020.49	6,061.48	7,879.92	9,455.91
存货	203.92	209.00	210.15	264.40	建筑材料	2,886.69	3,031.02	3,121.95	3,215.61
其他流动资产	8709.04	2941.95	5511.2	6007.97	博彩税	-3,072.45	-13,452.89	-17,126.68	-19,584.72
非流动资产	63,049.14	68,707.26	77,982.98	82,876.29	物料及消耗品	-1,362.10	-1,917.63	-2,412.62	-2,763.41
长期投资	1,398.52	1,398.52	1,398.52	1,398.52	折旧及摊销	-2,088.34	-2,365.88	-2,748.28	-3,130.68
固定资产	45,542.30	47,659.69	55,397.08	62,754.47	雇员福利费用	-5,730.22	-5,908.15	-6,409.48	-7,306.81
无形资产	4,820.76	4,349.48	3,887.81	3,423.73	其他营运费用	-2,662.26	-5,369.36	-6,272.81	-5,526.83
其他非流动资产	11,287.57	15,299.57	17,299.57	15,299.57	营业利润	-3,441.58	9,338.63	13,282.54	16,955.84
资产总计	80,961.33	92,378.88	106,797.36	124,750.21	其它收入	195.71	802.96	1,152.68	1,423.23
					财务费用	-106.44	-221.95	-98.01	47.18
流动负债	15,298.98	16,896.09	17,120.72	16,831.59	利润总额	-3,352.29	9,919.64	14,337.21	18,426.25
短期借款	7,505.25	5,216.08	2,425.78	2,000	减:所得税费用	95.89	99.20	143.37	184.26
应付账款	2,263.12	3,914.18	4,924.54	5,640.57	少数股东损益	-14.41	206.16	297.98	382.96
其他流动负债	5,530.61	7,765.83	9,770.41	9,191.02	归属母公司净利润	-3,433.77	9,614.28	13,895.86	17,859.02
非流动负债	1,196.98	1,196.98	1,196.98	1,196.98	经调整物业 EBITDA	-553.00	12,624.52	17,188.82	21,412.52
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	1,196.98	1,196.98	1,196.98	1,196.98					
负债合计	16,495.97	18,093.07	18,317.71	18,028.57					
少数股东权益	551.43	757.59	1,055.57	1,438.53	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
归属母公司股东权益	63,913.94	73,528.22	87,424.08	105,283.10	每股收益(港元)	-0.79	2.20	3.18	4.09
负债和股东权益	80,961.33	92,378.88	106,797.36	124,750.21	每股净资产(港元)	14.63	16.83	20.01	24.10
					发行在外股份(百万股)	4,369	4,369	4,369	4,369
					经调整 EBITDA 率(%)	-4.82%	32.92%	35.62%	38.74%
现金流量表 (百万港元)	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率(%)	20.38	19.59	17.15	14.45
经营活动现金流	-	13,011.63	18,411.86	22,991.30	收入增长率(%)	-41.74	234.26	25.81	14.54
投资活动现金流	-	-7,264.62	-11,068.60	-6,929.69	净利润增长率(%)	-	-	44.53	28.52
筹资活动现金流	-	-2,511.11	-2,888.31	-2,378.59	EV/经调整 EBITDA	-	19.71	14.47	11.62
现金净增加额	-	3,235.90	4,454.94	13,683.02					
折旧和摊销	-	2,365.88	2,748.28	3,130.68					
资本开支	-	8,024.00	12,024.00	8,024.00					

数据来源: 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 预测均为东吴证券(香港)预测。

澳门中场博彩+非博彩业务龙头，顺应行业转型升级趋势 夯实优势地位

买入（首次）

2023 年 04 月 24 日

证券分析师
欧阳诗睿

(852) 389 3120

ouyangshirui@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万美元）	1,605.00	6,558.49	7,753.30	8,453.32
同比	-44.15%	308.63%	18.22%	9.03%
经调整物业 EBITDA（百万美元）	-323.00	2,242.70	2,820.74	3,308.57
同比	-	-	25.77%	17.29%
每股收益-最新股本摊薄（港元/股）	-1.53	0.82	1.42	1.90
EV/经调整物业 EBITDA	-	17.90	14.24	12.14

投资要点

- 金沙中国有限公司为美资博彩企业，母公司拉斯维加斯金沙集团（LVS.N）拥有丰富的综合度假村开发运营经验，支撑公司非博彩业务领先同业。此外，公司多年来持续发力中场业务，中场博彩市占率常年第一。
- **核心物业质量优异，区位+集群优势强化金沙品牌效应：**公司五大核心物业中，除澳门金沙位于澳门半岛地区，澳门威尼斯人、澳门伦敦人、澳门巴黎人、澳门百利宫均位于路氹城核心区域金光大道，区位优势显著。与此同时，四大物业主题鲜明、设施齐全，并通过天桥相联通，充分发挥协同效应实现相互引流，在享受路氹综合度假村的集群效应同时，也彰显了金沙的品牌特色，为博彩主业和非博彩业务发展赋能。
- **2023 年获批赌桌数保持稳定，中场之王有望优先受益于澳门旅客量强劲反弹：**公司中场业务优势显著，中场博收和总博收市占率连续多年排名行业第一，2019/2020/2021/2022 年中场市占率为 29%/25%/25%/23%，总博收市占率为 24%/20%/23%/24%；2022 年中场博收（含角子机）占公司总博收的比例为 84%。2023 年新一轮赌桌分配中，公司获批赌桌/角子机 1,680/3,700 台，蝉联行业最多，且与现时赌桌数大体持平。当前澳门中介贵宾业务面临强监管，行业向中场转型加速，我们预计金沙中国有望顺应行业趋势，紧抓疫后澳门旅游业强劲复苏的机遇，夯实中场业务优势地位。
- **酒店房供应量行业第一，伦敦人扩建带来更多非博彩元素：**1) 业务结构多元化。公司顺应澳门经济适度多元发展的趋势，近年来非博彩业务占比持续提升，2019-2022 年非博彩业务占比分别为 20%/31%/31%/41%。2) 公司拥有澳门近三分之一的酒店房，整体客房供应量居六大博企之首。截至 2023 年 2 月底，澳门酒店总客房数达 38,800 间，其中金沙中国旗下酒店房达 12,392 间，占比近 1/3。考虑到澳门土地资源有限，且疫情前澳门酒店入住率高达 85%-90%，我们认为金沙丰富的酒店房将大大提升其博彩客户承载量，提振博彩主业。此外，2023 年随着澳门旅游业加速复苏，预计金沙旗下酒店入住率有望快速修复，带动购物、餐饮、会展等多个非博彩业务版块增长，贡献业绩增量。3) 伦敦人扩建带来更多非博彩元素，进一步夯实其非博彩龙头地位。公司 2022H1 完成了原有物业金沙城中心到全新物业澳门伦敦人的扩建和改装。伦敦人综合度假村包括提供 594 间伦敦主题套房的澳门伦敦人酒店、提供 368 间豪华套房的伦敦人御园，设有 6,000 个座位的伦敦人综艺馆，并将伦敦人购物中心可出租面积扩充了近 15%。我们预计伦敦人扩建后引入的增量非博彩元素有望进一步提升旅客吸引力并强势引流，夯实公司在非博彩领域的龙头地位。
- **盈利预测与投资评级：**公司为澳门中场博彩和非博彩业务龙头，品牌优势凸显，新项目澳门伦敦人有望在 2023 年赴澳旅游需求强劲复苏的推动下迅速放量。我们引入公司 2023-2025 年净收入预测 65.58/77.53/84.53 亿美元，2023-2025 年经调整物业 EBITDA 预测为 22.43/28.21/33.09 亿美元，我们给予 2023 H2+2024H1 18 倍的 EV/EBITDA，对应目标价 35.15 港元，较现价有 17.6% 的上行空间，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**澳门旅游业复苏低于预期、内地签证政策超预期收紧、海外博彩市场分流。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	29.9
一年最低/最高价	12.5/31.55
市净率(倍)	-44.34
流通 H 股市值(百万港元)	241,989.58

基础数据

每股净资产(港元)	-0.68
资本负债率(%)	106.63
总股本(百万股)	8,093
流通 H 股(百万股)	8,093

相关研究

王高洁对本文有较大贡献，特此致谢。

金沙中国三大财务预测表

资产负债表 (百万美元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万美元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,867.00	3,264.42	4,583.48	6,639.95	营业收入	1,605.00	6,558.49	7,753.30	8,453.32
现金	1,702.00	2,623.40	3,860.87	5,817.52	博彩净收益	947.00	4,809.21	5,657.95	6,210.38
应收账款	81.00	354.08	418.59	456.39	客房	184.00	694.79	810.59	849.19
存货	19.00	56.73	31.86	69.31	购物中心	354.00	569.09	608.93	631.22
其他流动资产	65.00	230.21	272.16	296.73	餐饮收入	67.00	347.40	445.83	509.51
非流动资产	8,695.00	9,097.80	9,434.29	9,704.22	会议、渡轮、零售及其他	53.00	138.00	230.00	253.00
固定资产	7,904.00	8,347.50	8,728.50	9,047.00	博彩税	-515.00	-2,453.42	-2,880.03	-3,172.41
投资性房地产	598.00	546.92	499.91	451.97	存货成本	-26.00	-99.01	-119.36	-129.08
无形资产	31.00	28.88	30.88	29.75	职工薪酬	-1,032.00	-1,065.18	-1,149.24	-1,233.93
其他非流动资产	162.00	174.50	175.00	175.50	折旧及摊销	-789.00	-622.20	-689.51	-757.06
资产总计	10,562.00	12,362.22	14,017.76	16,344.17	其他支出-经营	-445.00	-918.19	-1,007.93	-845.33
					营业利润	-1,202.00	1,400.49	1,907.23	2,315.51
流动负债	2,871.00	3,822.62	4,013.32	4,375.72	其它收入	39.00	-138.51	-85.56	-26.04
短期借款	1,963.00	427.83	0.00	0.00	财务费用	-425.00	-410.16	-351.27	-318.01
应付账款	23.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	-1,588.00	851.82	1,470.40	1,971.46
其他流动负债	885.00	3,394.79	4,013.32	4,375.72	减:所得税费用	-6.00	3.22	5.56	7.45
非流动负债	8,391.00	8,391.00	8,391.00	8,391.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	8,218.00	8,218.00	8,218.00	8,218.00					
其他非流动负债	173.00	173.00	173.00	173.00					
负债合计	11,262.00	12,213.62	12,404.32	12,766.72					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
归属母公司股东权益	-700.00	148.60	1,613.45	3,577.45	每股收益(港元)	-1.53	0.82	1.42	1.90
负债和股东权益	10,562.00	12,362.22	14,017.76	16,344.17	每股净资产(港元)	-0.68	0.14	1.56	3.46
					发行在外股份(百万股)	8,093	8,093	8,093	8,093
					经调整EBITDA率(%)	-20.12%	34.20%	36.38%	39.14%
现金流量表 (百万美元)	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率(%)	106.63	98.82	88.52	78.15
经营活动现金流	-473.00	3,891.74	3,042.57	3,301.66	收入增长率(%)	-44.15	308.63	18.22	9.03
投资活动现金流	-325.00	-1,025.00	-1,026.00	-1,027.00	净利润增长率(%)	-	-	72.61	34.11
筹资活动现金流	1,821.00	-1,945.33	-779.10	-318.01	EV/经调整 EBITDA	-	17.90	14.24	12.14
现金净增加额	1,024.00	921.40	1,237.46	1,956.65					
折旧和摊销	789.00	622.20	689.51	757.06					
资本开支	234.00	1,025.00	1,026.00	1,027.00					

数据来源: 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 预测均为东吴证券(香港)预测。

永利澳门 (1128.HK)

2023 年 04 月 24 日

永利皇宫扩建带来增量非博彩设施，为中场业务发展提供新动能

买入（首次）

 证券分析师
 欧阳诗睿

(852) 3892 3120

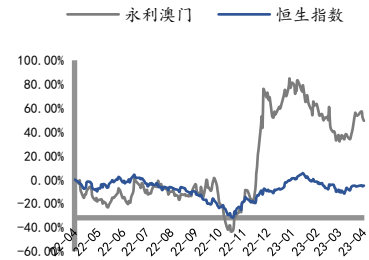
ouyangshirui@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万港元）	5,643.95	23,206.09	28,435.30	31,035.95
同比	-51.87%	311.17%	22.53%	9.15%
经调整物业 EBITDA（百万港元）	1,722.81	5,025.20	7,640.32	8,822.67
同比	-	-	52.04%	15.48%
每股收益-最新股本摊薄（港元/股）	-1.40	-0.06	0.42	0.64
EV/经调整物业 EBITDA	-	17.23	11.33	9.81

投资要点

- 永利澳门(1128.HK)为外资博企，母公司永利度假公司(WYNN.O)拥有丰富的综合度假村开发经验，使得公司成为 2002 年澳门开放赌权后首个获授博彩批给的博企。公司于澳门主要拥有两大核心物业，1) 位于路氹地区，占地 600 万平方呎的综合度假村永利皇宫；2) 位于澳门半岛，占地 300 万平方呎的综合度假村永利澳门。
- 高端客户资源丰富，单桌盈利能力稳定位列行业第二：2021 年永利澳门总博彩毛收入/中场博收/贵宾博收市占率分别为 13.5%/12.7%/16.4%，贵宾博收市占率好于中场，主要由于公司过去主打贵宾及高端业务，高端客户积淀较深。随着中介贵宾市场加速调整，我们预计公司一方面将充分发挥其高端客户资源优势，将原有的中介贵宾客户引流至直接贵宾和高端中场；另一方面将提升对于中场客户的吸引力，发力中场业务，进而提升整体业务 EBITDA 利润率；2021 年永利澳门单赌桌毛收入为 1646 万港元，单赌桌盈利稳居行业第二，仅次于美高梅（1743 万港元/桌），展现出高效的赌桌运营水平，有望在赌桌数量相对刚性背景下，支撑更高的博彩毛收入反弹。
- 永利皇宫翻新改良及扩建将提供增量非博彩设施，有望为中场业务发展提供新动能，顺应行业趋势：永利澳门的“湖畔娱乐场”扩建项目第二期已于 2019 年 12 月大致完成，零售部分已开业。永利皇宫扩建工程第二期设计阶段仍在持续进行中，将新增一系列非博彩元素，如活动空间、互动娱乐装置、餐饮供应、额外酒店客房等。此外，公司承诺将在新一轮博彩牌照批给的 10 年间，投资 160.2 亿港元用于建设非博彩项目，包括吸引海外客源、发展会议展览、娱乐表演、体育盛事、文化艺术、健康养生、主题游乐、美食之都、社区旅游及海上旅游等。我们认为，基于现有丰富的高端客户资源，永利增量的非博彩设施有望吸引更多的中场客户，紧跟行业趋势，实现高端中场和普通中场业务的高速发展。
- 盈利预测与投资评级：我们引入公司 2023-2025 年净收入预测 232.06/284.35/310.36 亿港元，2023-2025 年经调整物业 EBITDA 预测为 50.25/76.40/88.23 亿港元，我们给予 2023 H2+2024H1 15 倍的 EV/EBITDA，对应目标价 10.34 港元，较现价有 18.4% 的上行空间，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：澳门旅游业复苏低于预期、内地签注政策超预期收紧、海外博彩市场分流

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	8.74
一年最低/最高价	2.95/10.32
市净率(倍)	-2.67
流通 H 股市值(亿港元)	45,783.89

基础数据

每股净资产(港元)	-3.28
资本负债率(%)	147.54
总股本(百万股)	5,238
流通 H 股(百万股)	5,238

相关研究

王高洁对本文有较大贡献，特此致谢。

永利澳门三大财务预测表

资产负债表 (百万港元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万港元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,304.50	12,103.09	15,266.69	20,543.96	营业收入	5,643.95	23,206.09	28,435.30	31,035.95
现金	7,423.42	10,442.78	13,731.59	18,910.57	博彩净收益	3,695.23	18,614.02	23,200.98	25,551.67
存货	280.33	317.89	311.61	340.12	餐饮	476.47	1,299.39	1,578.43	1,684.93
其他流动资产	600.75	1,342.41	1,223.49	1,293.26	酒店客房	514.65	1,856.28	2,104.58	2,217.01
非流动资产	27,774.44	25,995.48	24,758.18	23,437.55	零售及其他	957.60	1,436.40	1,551.31	1,582.34
固定资产	24,352.93	22,506.86	21,102.44	19,914.70	博彩税	-2,160.82	-9,763.59	-11,968.57	-13,284.68
无形资产	1,328.84	1,195.96	1,063.07	930.19	职工薪酬	-3,836.80	-4,704.34	-4,845.47	-4,893.92
其他非流动资产	2,092.66	2,292.66	2,592.66	2,592.66	折旧及摊销	-2,308.20	-2,178.96	-2,237.30	-2,320.63
资产总计	36,078.94	38,098.56	40,024.87	43,981.51	其他支出-经营	-2,226.57	-3,829.01	-4,123.12	-4,189.85
流动负债	4,754.26	7,085.96	6,794.40	7,409.15	营业利润	-4,888.44	2,730.19	5,260.84	6,346.87
短期借款	0.00	1,525.97	0.00	0.00	其它收入	124.63	-619.17	-626.48	-634.23
应付账款	400.52	508.63	623.22	680.25	财务费用	-2,563.02	-2,422.99	-2,411.96	-2,363.95
其他流动负债	4,353.73	5,051.35	6,171.18	6,728.90	利润总额	-7,326.84	-311.97	2,222.40	3,348.69
非流动负债	48,476.94	48,476.94	48,476.94	48,476.94	减:所得税费用	-12.43	0.00	0.00	0.00
长期借款	48,228.50	48,228.50	48,228.50	48,228.50	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	248.45	248.45	248.45	248.45	归属母公司净利润	-7,339.27	-312.07	2,217.86	3,341.89
负债合计	53,231.20	55,562.90	55,271.34	55,886.09	经调整物业 EBITDA	-1,722.81	5,025.20	7,640.32	8,822.67
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
归属母公司股东权益	-17,152.26	-17,464.33	-15,246.47	-11,904.58					
负债和股东权益	36,078.94	38,098.56	40,024.87	43,981.51					
					重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
					每股收益(港元)	-1.40	-0.06	0.42	0.64
					每股净资产(港元)	-3.27	-3.33	-2.91	-2.27
					发行在外股份(百万股)	5,238	5,238	5,238	5,238
					经调整 EBITDA 率(%)	-30.52	21.65	26.87	28.43
					资产负债率(%)	147.54	145.84	138.09	127.07
					收入增长率(%)	-51.87	311.17	22.53	9.15
					净利润增长率(%)	-	-	-	50.68
					EV/经调整 EBITDA	-	17.23	11.33	9.81
现金流量表 (百万港元)	2022A	2023E	2024E	2025E					
经营活动现金流	-2,120.00	4,316.49	8,226.83	8,543.03					
投资活动现金流	-1,285.50	-400.10	-1,000.10	-1,000.10					
筹资活动现金流	-860.40	-897.02	-3,937.93	-2,363.95					
现金净增加额	-4,265.90	3,019.37	3,288.81	5,178.98					

数据来源: 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 预测均为东吴证券(香港)预测。

新濠国际发展 (0200.HK)

核心物业定位清晰，新濠影汇二期投入运营有望推升中场市占率 买入（首次）

2023 年 04 月 24 日

证券分析师
欧阳诗睿

(852) 3892 3120

ouyangshirui@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万港元）	10,565.66	32,803.10	38,771.92	43,394.16
同比	-32.44%	210.47%	18.20%	11.92%
经调整物业 EBITDA（百万港元）	-362.00	9,009.33	11,697.92	13,792.83
同比	-	-	29.84%	17.91%
每股收益-最新股本摊薄（港元/股）	-3.37	1.30	2.24	3.06
EV/经调整物业 EBITDA	-	9.33	7.18	6.09

投资要点

- 新濠国际发展(0200.HK)为美股上市公司新濠博亚(MLCO.US)的母公司，主要通过新濠博亚娱乐开展博彩业务。新濠博亚在澳门的核心物业包括位于澳门氹仔的澳门新濠锋、位于澳门路氹的新濠天地和新濠影汇，以及主打非娱乐场博彩机业务的摩卡娱乐场。同时，新濠国际积极布局海外市场，在菲律宾及塞浦路斯经营综合度假村新濠天地（马尼拉）、塞浦路斯娱乐城以及 City of Dreams Mediterranean。
- 澳门核心物业定位清晰，海外业务优先实现强势复苏：公司针对位于澳门的四大核心物业有清晰的定位，其中新濠天地和新濠锋主攻高端市场，新濠影汇聚焦中场市场，摩卡娱乐场则针对休闲市场，四大物业各有侧重，有望实现客群的精准触达，提高不同层次客户娱乐体验感，进一步增强客户粘性。海外业务方面，菲律宾和塞浦路斯已于 2022Q1 放宽旅行限制，公司优先受益于海外分部客户回流，2022 年新濠天地（马尼拉）总经营收益达 3.96 亿美元，恢复至 19 年水平的 66%；塞浦路斯地区总经营收益达 91.3 百万美元，恢复至 19 年水平的 96%。
- 新濠影汇二期建设工程进展顺利，预计于 2023Q2 起分阶段开业：新濠影汇二期耗资 12 亿美元，新设 2 栋共提供 900 间客房的酒店大楼、大型的室内及室外水上乐园、拥有 6 个银幕的 Cineplex 电影院以及配备顶尖设施的会展场地。随着新濠影汇二期新增客房投入，我们预计新濠在澳门将拥有近 4900 间酒店房，居行业第三。我们认为，酒店房间数增加将直接提高访澳旅客承载力，水上乐园、电影院、会展场地等非博彩设施完善则有利于提高旅客吸引力和消费水平，顺应澳门向综合旅游目的地转型的趋势，新濠有望凭借其丰富的全新非博彩元素显著受益于 2023 年澳门游客回归浪潮及博彩旅游业复苏。
- 贵宾博彩市场份额领先行业，有望发挥客户资源优势至高利润率的高端中场业务：2021 年新濠国际中场博彩（含角子机）毛收入市占率达 17.2%，位列行业第三，仅低于金沙中国的 24.5%及银河的 18.5%，贵宾博彩市占率达 17.8%，亦领先行业，公司已经拥有大量中场及贵宾博彩客户资源，我们认为，中介贵宾加速出清背景下，公司有望将高粘性的中介贵宾客户高效转化为直接贵宾客户以及高端中场客户，优先受益于澳门博彩需求释放。
- 盈利预测与投资评级：我们引入公司 2023-2025 年净收入预测 328.03/387.72/433.94 亿港元，2023-2025 年经调整物业 EBITDA 预测为 90.09/116.98/137.93 亿港元，当前股价对应 9.33/7.18/6.09 倍 EV/经调整 EBITDA，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：澳门旅游业复苏低于预期、内地签注政策超预期收紧、海外博彩市场分流。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	9.58
一年最低/最高价	3.82/11.42
市净率(倍)	8.11
流通 H 股市值(百万港元)	14,529.83

基础数据

每股净资产(港元)	1.18
资本负债率(%)	86.21
总股本(百万股)	1,517
流通 H 股(百万股)	1,517

相关研究

王高洁对本文有较大贡献，特此致谢。

澳博控股 (0880.HK)

上葡京将受益于路氹地区集群效应, 2023 年有望实现快速爬坡

中性 (首次)

2023 年 04 月 24 日

证券分析师
欧阳诗睿

(852) 3892 3120

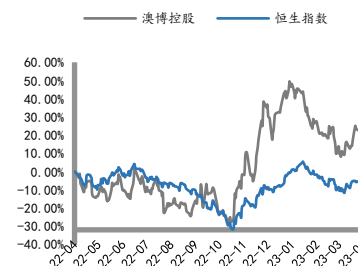
ouyangshirui@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万港元)	6,678.60	24,748.22	29,898.32	31,874.60
同比	-33.72%	270.56%	20.81%	6.61%
经调整物业 EBITDA (百万港元)	-3,095.00	3,353.98	4,103.33	4,406.46
同比	-	-	22.34%	7.39%
每股收益-最新股本摊薄 (港元/股)	-1.10	0.01	0.12	0.20
EV/经调整物业 EBITDA	-	15.56	12.72	11.84

投资要点

- 澳博控股(0880.HK)为澳门本土老牌博企, 连同母公司澳娱已在澳门博彩旅游业服务长达 60 年之久。公司旗下主要物业包括上葡京综合度假村、新葡京酒店及娱乐场和其他自行推广物业 (包括葡京娱乐场、回力海立方娱乐场、回力酒店及其他非博彩区域)。此外, 公司还运营 9 间卫星娱乐场 (第三方推广娱乐场)。
- 新物业上葡京将受益于路氹地区集群效应, 2023 年有望实现快速爬坡。此前澳博旗下物业主要集中在澳门半岛, 位于路氹的上葡京综合度假村耗资 390 亿港元, 于 2021 年 7 月 30 日分阶段开业, 提供博彩娱乐, 以及豪华酒店住宿、高级和休闲餐饮、购物、康体、水疗设施、会展活动场地等一系列非博彩设施。上葡京度假村目前已推出澳门上葡京和 THE KARL LAGERFELD 两座酒店大楼, 分别提供 1350/271 间酒店房, 4 月末将推出另一座酒店大楼 Palazzo Versace 澳门 (271 间酒店房), 带动整体酒店房供应量大幅增长至近 3000 间。疫情期间, 新开业的上葡京难以放量, 我们预计, 随着 2023 年赴澳旅客量大幅反弹, 澳博有望充分享受路氹地区丰富的非博彩元素所带来的集群效应, 实现新物业快速爬坡, 并扩大非博彩业务占比, 优化业务结构。
- 过多卫星赌场拖累历史单赌桌盈利水平, 大举精简娱乐场物业组合有望提升赌桌运营效率: 澳博控股拥有全行业最多的卫星赌场, 拖累单赌桌盈利常年位于行业较低水平, 2021 年单赌桌平均毛收入 786 万港元, 仅为美高梅 (1743 万港元) 的 45%。2022 年公司综合采取了一系列措施精简旗下娱乐场物业组合, 关闭了若干卫星娱乐场和自行推广娱乐场, 旗下卫星赌场数量已由 14 下滑至 9 家。我们认为, 澳博关停部分娱乐场有望优化业务结构, 从而进一步提升赌桌运营能力和公司盈利水平。
- 新分配赌桌/角子机数量分别为 1250/1700, 较 19 年大幅下滑 500 桌余桌: 澳博在新一轮赌牌竞投中获批 1250 张赌桌及 1700 台角子机, 数量仅次于金沙中国的 1680/3700, 位列行业第二, 但较 19 年的 1766 桌大幅下滑。随着 2023 年上葡京放量, 酒店房数量大幅增长将有力推升旅客承载力, 丰富的非博彩元素将拉动人均消费, 我们将持续关注公司单赌桌接待旅客量和平均下注额的改善情况。
- 盈利预测与投资评级: 我们引入公司 2023-2025 年净收入预测 247.48/298.98/318.75 亿港元, 2023-2025 年经调整物业 EBITDA 预测为 33.54/41.03/44.06 亿港元, 当前股价对应 15.56/12.72/11.84 倍 EV/经调整 EBITDA, 首次覆盖给予“中性”评级。
- 风险提示: 澳门旅游业复苏低于预期、内地签注政策超预期收紧、海外博彩市场分流

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	4.12
一年最低/最高价	2.31/5.14
市净率(倍)	1.83
流通 H 股市值(亿港元)	29,259.44

基础数据

每股净资产(港元)	2.25
资本负债率(%)	69.58
总股本(百万股)	7,102
流通 H 股(百万股)	7,102

相关研究

王高洁对本文有较大贡献, 特此致谢。

澳博三大财务预测表

资产负债表 (百万港元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万港元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7,880.00	15,784.17	19,068.86	22,637.91	营业收入	6,678.60	24,748.22	29,898.32	31,874.60
现金	7,038.60	12,374.11	14,949.16	18,245.90	博彩	6,092.00	22,988.36	27,521.40	29,141.38
应收账款	2.3	126.64	152.99	163.1	非博彩	586.60	1,759.80	2,375.73	2,732.09
存货	146.7	1,163.82	1,406.01	1,498.94	博彩税	-2,680.60	-10,020.10	-11,845.24	-12,530.27
其他流动资产	692.4	2,119.61	2,560.71	2,729.97	酒店,餐饮及相关服务的销售及成本	-401.9	-2474.82	-2989.83	-3187.46
非流动资产	44,767.70	45,942.86	44,601.35	43,243.18	宣传及销售开支	-462.5	-3712.23	-4484.75	-4781.19
固定资产	40,049.70	41,614.71	40,663.05	39,694.73	行政费用及其他营业费用	-8476.5	-7424.47	-8670.51	-8924.89
使用权资产	2,599.00	2,361	2,216	2,065	财务费用	-1122.6	-1175.13	-1147.84	-1106.37
其他非流动资产	2,119.00	1,967.15	1,722.30	1,483.45	其他非营运收支	-1322	105.7	105.7	105.71
资产总计	52,647.70	61,727.03	63,670.21	65,881.09	利润总额	-7,787.50	47.17	865.85	1,450.13
流动负债	4,539.00	13,701.11	14,908.40	15,799.09	所得税	61.10	0.00	0.00	0.00
短期借款	707	1,434.31	88.87	0	净利润	-7,848.60	47.17	865.85	1,450.13
应付账款	86.6	2,066.57	2,496.62	2,661.65	少数股东损益	-50.20	1.05	19.22	32.19
其他流动负债	3,745.40	10,200.23	12,322.90	13,137.44	归属母公司净利润	-7,798.40	46.12	846.63	1,417.93
非流动负债	32,095.30	32,095.30	32,095.30	32,095.30	经调整物业 EBITDA	-3,095.00	3,353.98	4,103.33	4,406.46
长期借款	29,063.20	29,063.20	29,063.20	29,063.20					
其他非流动负债	3,032.10	3,032.10	3,032.10	3,032.10					
负债合计	36,634.30	45,796.41	47,003.70	47,894.39					
少数股东权益	14.8	15.85	35.07	67.26					
归属母公司股东权益	15,998.60	16,044.72	16,891.35	18,309.28					
负债和股东权益	52,647.70	61,856.98	63,930.11	66,270.94					

现金流量表 (百万港元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-	8,677.63	5,467.73	4,895.29	每股收益(港元)	-1.10	0.01	0.12	0.20
投资活动现金流	-	-2,894.30	-399.39	-403.31	每股净资产(港元)	2.25	2.26	2.38	2.58
筹资活动现金流	-	-447.82	-2,493.28	-1,195.24	发行在外股份(百万股)	7,102	7,102	7,102	7,102
现金净增加额	-	5,335.51	2,575.05	3,296.74	经调整 EBITDA 率(%)	-46.34%	13.55%	13.72%	13.82%
折旧和摊销	-	1,694.89	1,711.56	1,728.22	资产负债率(%)	69.58	74.19	73.82	72.70
资本开支	-	3,000.00	500.00	500.00	收入增长率(%)	-33.72	270.56	20.81	6.61
					净利润增长率(%)	-	-	1,735.60	67.48
					EV/经调整 EBITDA	-	15.56	12.72	11.84

数据来源: 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部

分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>